



## El Banco Central Europeo y la política monetaria en la eurozona

*Federico Steinberg \**

**Tema:** La recesión económica está llegando a la Unión Europea y está afectando de un modo especialmente fuerte a Alemania, que se haya el borde de la deflación. El pacto de estabilidad y crecimiento ha anulado la alternativa del estímulo fiscal. Tan sólo resta la política monetaria para evitar la caída de la producción. Sin embargo el BCE se encuentra reacio a bajar los tipos de interés.

**Resumen:** La política monetaria de la eurozona durante los últimos años ha sido conservadora debido a la necesidad de establecer la credibilidad del euro como una moneda con proyección internacional. Sin embargo, dado que la solidez del euro ya ha sido establecida, que la inflación se está reduciendo, que la moneda europea ha entrado en una fuerte tendencia a la revalorización con respecto del dólar y que las perspectivas de crecimiento de la eurozona son desfavorables, sería importante que el BCE bajara los tipos de interés. Dado que la política fiscal no puede ser utilizada debido a las restricciones impuestas por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la política monetaria es, en el corto plazo, el único instrumento de política económica disponible para reactivar la economía de la eurozona y aumentar el liderazgo europeo en la economía internacional.

**Análisis:** La Unión Europea atraviesa momentos difíciles, tanto en el plano económico como en el político. El conflicto de Irak está poniendo de manifiesto las divisiones internas en el seno de la unión en cuanto a qué papel debe jugar Europa en materia de seguridad internacional y cuál es el futuro de la relación transatlántica y de la OTAN. Asimismo este es el año clave para la ampliación de la UE y para la convención sobre el futuro de la Unión. En el aspecto económico existen claros signos de que Alemania está a punto de volver a registrar tasas de crecimiento negativas -en el último trimestre de 2001 su producción cayó un 0.3%- y, si no se toman medidas, las tasas de crecimiento negativas podrían extenderse con rapidez a otros países de la eurozona, con lo que una vez más Europa se mostraría incapaz de tomar el relevo de EEUU como locomotora de la economía internacional. Además, ante un deterioro de las condiciones económicas los países de la UE tenderían a centrarse en problemas domésticos dejando en segundo plano el proceso de construcción Europea. La incertidumbre económica derivada del conflicto en Irak ha provocado que las perspectivas de crecimiento para la eurozona hayan sido rebajadas desde el 1.8% hasta el 1.4% y no se espera que la economía empiece a repuntar hasta el segundo semestre de 2003. Las alternativas para la política económica a corto plazo se están reduciendo. Por una parte, la política fiscal no puede ser utilizada porque el Pacto de Estabilidad y Crecimiento limita la capacidad de gasto de los países de la eurozona, especialmente de Alemania, Francia, Italia y Portugal que ya han superado el límite de déficit del 3% sobre el PIB. Por lo tanto la única posibilidad a corto plazo (en el largo plazo podría ponerse en marcha reformas estructurales) es que el

---

\* *Federico Steinberg*

*Especialista en Economía Política Internacional y colaborador del Real Instituto Elcano*

BCE relaje la política monetaria mediante una bajada de tipos de interés. En la última reunión del BCE el pasado 6 de febrero, Wim Duisenberg, presidente de la autoridad monetaria, se mostró reacio a reducir los tipos de interés, situados en el 2,75% desde el pasado 5 diciembre, por temor a un repunte inflacionista fundamentalmente derivado del aumento del precio del petróleo. Sin embargo, existen motivos que justifican una bajada de tipos. Este artículo explica las razones por las que una inyección monetaria es necesaria. La tesis fundamental es que el margen de acción con el que cuenta el BCE es todavía relativamente amplio, que la tendencia a la apreciación del euro reducirá las tensiones inflacionistas y el coste del petróleo para la eurozona y que la inyección de liquidez podría alejar el riesgo de deflación y de recesión de doble fondo en Alemania y contribuir a una reactivación que mejoraría la posición fiscal de los países de la zona euro y, por tanto, reduciría las presiones para modificar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que es un instrumento imprescindible para la credibilidad del euro en el largo plazo.

### *La cautela del BCE*

Tras cuatro años de existencia, el BCE ha logrado establecer con éxito el sistema de pagos de la eurozona y la credibilidad del euro como una moneda sólida con proyección internacional, a pesar de que el euro se depreció más de un 20% con respecto del dólar en su primer año de existencia. La clave para establecer esta credibilidad, ha sido la estricta interpretación de los estatutos del BCE por parte de su presidente y de su comité ejecutivo. Según estos estatutos, la misión del BCE es mantener la inflación por debajo del 2% y potenciar el crecimiento económico solamente cuando las presiones inflacionistas hayan desaparecido. Este mandato es el más estricto de todos los de los principales bancos centrales mundiales, siendo claramente más conservador que el de la Reserva Federal de EEUU, que históricamente se ha mostrado más flexible y predispuesta a impulsar el crecimiento en momentos de recesión, incluso exponiéndose a un aumento de precios. (Por poner otro ejemplo, el Banco Central del Reino Unido tiene un objetivo de inflación del 2,5% y el pasado 6 de febrero redujo los tipos de interés hasta el 3.75% a pesar de que la inflación es del 2.7%). Alemania, con un historial de baja inflación desde la Segunda Guerra Mundial, fue el país que más insistió en colocar la estabilidad de precios como objetivo fundamental del BCE para asegurarse de que los países del sur de la eurozona, que tradicionalmente han registrado mayores tasas de inflación y menor rigor en sus cuentas públicas, no presionaran políticamente al BCE para que bajara los tipos de interés de un modo irresponsable. Asimismo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento fue suscrito por todos los países de la eurozona para evitar la tentación de utilizar la política fiscal de modo expansivo una vez que la soberanía monetaria hubiera pasado a Frankfurt.

A pesar de las críticas que el BCE ha recibido en los últimos años, que incluyen su falta de transparencia en la instrumentación de la política monetaria, su seguidismo con respecto a la Reserva Federal, o su poca disposición a aumentar su objetivo implícito de inflación hasta el 2,5% ante la desfavorable coyuntura económica de los últimos años, la actuación del BCE hasta la fecha ha sido conservadora pero relativamente acertada. Los tipos de interés se mantuvieron en el 4,75% entre septiembre de 2000 y abril de 2001, pero el BCE los redujo hasta el 3.25% en cuatro bajadas consecutivas a lo largo de seis meses en el momento en el que la eurozona entró en recesión -- el PIB cayó un 0.2% en el último trimestre de 2001-- a pesar de que la inflación no se había reducido por debajo del 2%. Este recorte de tipos permitió evitar que la caída de la producción en la eurozona no fuese más prolongada e incluso llegó a evitar el crecimiento negativo del PIB en algunos países como España. También se logró que el año 2002 se cerrara con un crecimiento ligeramente inferior al 1%, lo que técnicamente no constituye una recesión pero que, al estar muy debajo del output potencial, hizo crecer el desempleo durante 2002 en la eurozona hasta el 8.5%.

Si tenemos en cuenta que el BCE estaba estableciendo su credibilidad y que la inflación corría el peligro de despuntar por la debilidad del euro en aquel periodo, entonces podemos concluir que la política monetaria del BCE fue correcta, a pesar de que en algunas ocasiones las bajadas de tipos de interés llegaron con un ligero retraso, especialmente comparadas con las de la Reserva Federal.

Sin embargo, una vez establecida la credibilidad del euro y dada la tendencia a la apreciación de la moneda europea con respecto al dólar, es esencial que el BCE tome medidas para evitar que la economía Alemana entre en una fase de estancamiento, aumento del desempleo y deflación como la que ha experimentado Japón durante la última década. El conflicto al que se enfrenta el BCE es que las condiciones monetarias actuales son demasiado restrictivas para Alemania aunque sean adecuadas para otros países de la eurozona. La inflación alemana se sitúa en el 1%, la tasa de desempleo ha superado el 10%, las expectativas del sector privado son claramente negativas, el crecimiento esperado para 2003 es del 0.8% --y podría volver a ser revisado a la baja-- y el crédito bancario se sitúa en el mínimo de los últimos cuarenta años, lo que drena liquidez de la economía y dificulta la financiación de las pequeñas y medianas empresas. Asimismo, las perspectivas de crecimiento de los demás "países grandes" de la eurozona, también son desalentadoras (1.5% en Francia y 1.3% en Italia). Tan solo España, con una tasa de crecimiento prevista del 2.3% y una tasa actual de inflación del 3,7% e Irlanda, con un crecimiento previsto del 4% y una inflación del 3,7%, parecen contradecir la dinámica general europea.

Si tenemos en cuenta que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento ha eliminado la posibilidad de estímulo fiscal y que Alemania, Francia, Italia y Portugal ya han superado el límite del 3% de déficit sobre el PIB y que la Comisión ha puesto en práctica el procedimiento de penalización por déficit excesivo contra Alemania, la política monetaria aparece como la única alternativa viable para reactivar la economía en el corto plazo y evitar que las locomotoras de la eurozona entren en una dinámica económica deflacionaria.

#### *Justificación para la bajada de tipos de interés*

Dado que la inflación actual en la eurozona es del 2,3%, si el BCE continúa interpretando su mandato de forma estricta podría no bajar los tipos de interés y seguir argumentando, como hizo Duisenberg tras la última reunión del ECB, que los tipos están "en un nivel adecuado para preservar las buenas perspectivas de estabilidad de precios en el medio plazo." Sin embargo, esta no sería una política adecuada. A continuación explicamos por qué.

Los bancos centrales de los países industrializados han demostrado durante las últimas décadas que son perfectamente capaces de mantener la estabilidad de precios y de reducir la inflación cuando ésta supera el 3% mediante contracciones monetarias. Sin embargo, desde la segunda mitad de la década de los noventa y, especialmente desde el pinchazo de la burbuja bursátil derivada del boom de la nueva economía, el problema al que se enfrentan las economías desarrolladas parece ser cómo evitar que los precios caigan cuando las expectativas empresariales se deterioran y la incertidumbre aumenta. Como sabemos por la recesión de los años treinta y como ha puesto de manifiesto más recientemente la economía japonesa, una economía en deflación y con rigideces estructurales tiene grandes dificultades para regresar a una tendencia de crecimiento y creación de empleo. El objetivo de la política económica es precisamente prevenir esta nefasta situación y la política monetaria europea puede hacerlo.

Con unos tipos de interés en el 2,75% el BCE aún cuenta con margen para llevar a cabo varias bajadas en el futuro si la situación económica continúa deteriorándose. Uno de los argumentos que suelen utilizarse para justificar el mantenimiento de los tipos es que

estos están ya en mínimos históricos y, por lo tanto, el margen de maniobra del BCE antes de caer en la trampa de la liquidez (situación en la que la política monetaria deja de ser efectiva) es mínimo. Sin bien es cierto que los tipos están bajos, no es correcto decir que al BCE le quede poco margen. La Reserva Federal estadounidense, que ha reducido los tipos hasta el 1,25% con doce bajadas durante los últimos dos años, si está quemando los últimos cartuchos, pero en la eurozona todavía existe margen suficiente para varias bajadas.

Por otra parte, existen varios elementos que apuntan a que la inflación en la eurozona tenderá a reducirse. El euro se encuentra depreciado con respecto al dólar, lo que implica que en el futuro su valor debería aumentar hasta situarse en torno a los 1,15-1,20 dólares por euro (en la actualidad el euro se cambia aproximadamente por 1,07 dólares). Un euro más fuerte contiene la inflación ya que las importaciones se abaratan automáticamente, lo que tiene un efecto directo sobre el índice de precios. De hecho, es muy posible que la última reducción de tipos de interés del BCE ya haya sido anulada por el aumento del valor de la divisa europea. La apreciación del euro comenzó en octubre de 2000, cuando este alcanzó su mínimo con respecto al dólar (0.83 dólares por euro). Desde entonces, el euro ha venido apreciándose progresivamente hasta alcanzar un máximo de 1.09 dólares por euro el pasado 5 de febrero, lo que constituye una apreciación del 20% en el último año. El creciente déficit público norteamericano, su déficit comercial con respecto a la UE, la sobrecapacidad productiva de la economía estadounidense, y los diferenciales de crecimiento y tipos de interés entre EEUU y la eurozona, justifican la hipótesis de que el euro continuará su tendencia alcista. Si bien es cierto que una intervención militar en Irak podría provocar un repunte del dólar, este efecto no debería modificar la tendencia de apreciación del euro en el medio y largo plazo. Si estos movimientos de tipo de cambio se materializan, la inflación en la eurozona tendería a reducirse todavía más, al tiempo que el precio del petróleo caería en términos reales independientemente de la situación en Irak (recordemos que el barril de petróleo se paga en dólares en los mercados internacionales). Si a esto añadimos que es más que probable que se produzca una intervención militar en Irak, el precio del petróleo volvería a caer en el medio plazo al menos por debajo de los 25 dólares por barril, con lo que la cuenta energética de la eurozona se reduciría tanto por la reducción del precio del petróleo como por el aumento de poder adquisitivo del euro.

Finalmente, si la inyección monetaria es efectiva, el crecimiento aumenta y el desempleo disminuye, las presiones para relajar las condiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento se reducirían y se podría avanzar en la consecución del objetivo de déficit estructurales cercanos a cero, que la comisión ha anunciado recientemente como un elemento fundamental para la salud a largo plazo de la economía de la eurozona y para que el euro aumente su presencia en los mercados internacionales como moneda de reserva, lo que fortalecería la posición europea en la escena económica internacional.

#### *La situación española*

El enfriamiento de la economía y las malas expectativas están llegando a España con un retardo respecto a la evolución de la economía europea. El desempleo aumentó en 2002 hasta situarse en el 11.8%, rompiendo la tendencia de los últimos nueve años, en los que el nivel de desempleo no dejó de bajar. Asimismo, las expectativas de crecimiento de la economía española se sitúan ligeramente por encima del 2%, un dato mejor que el de la media de la eurozona pero insuficiente para que la convergencia de la economía española con la UE avance al ritmo al que lo ha hecho en los últimos años.

Una bajada de tipos de interés por parte del BCE ayudaría a España a reanudar la creación de empleo y le permitiría mejorar sus perspectivas de crecimiento a medio plazo, aun a costa de aumentar la inflación. Sin embargo, dada la fortaleza relativa de la demanda interna en España y teniendo en cuenta los argumentos expuestos

anteriormente acerca de la evolución del euro y el precio del petróleo, la inflación en España, que ya ha comenzado a reducirse hasta situarse en el 3.7% (la subyacente está en el 3.1%), no debería ser un problema siempre y cuando se aproveche la coyuntura económica para poner en marcha reformas estructurales que aumenten la competencia, reduzcan las rigideces de la economía y potencien la inversión en infraestructuras, investigación y educación, que son todavía substancialmente menores que las de sus socios europeos.

**Conclusión:** Uno de los objetivos de la creación de la moneda única europea era fortalecer el papel de la Unión en la economía mundial y, eventualmente, tener la capacidad para tomar el relevo de la economía estadounidense como motor de la economía mundial. Uno de los elementos clave para este nuevo papel de Europa es demostrar liderazgo en momentos difíciles. En el plano político esto está resultando difícil dada la división interna en la Unión sobre el conflicto de Irak. Sin embargo, en el plano económico sí es posible tomar medidas que conduzcan a potenciar el crecimiento y la estabilidad en el largo plazo. El instrumento para hacerlo en este momento no es otro que una reducción de los tipos de interés para elevar la confianza y reactivar la economía alemana. Como hemos expuesto, en la coyuntura actual, esta medida estaría relativamente exenta de riesgos y tendría consecuencias claramente beneficiosas para el conjunto de la eurozona. Sería deseable que el BCE se convenza de que la credibilidad del euro ya está establecida y de que la inflación no constituye una amenaza en el medio plazo, reduzca los tipos de interés en su próxima reunión y se plantee en un futuro próximo revisar al alza, tal vez hasta el 2.5%, su objetivo de inflación.

*Federico Steinberg*

*Especialista en Economía Política Internacional y colaborador del Real Instituto Elcano*